

# *Hybrid Activist-PE Model*

～変革余地企業の復活劇～

ACTIVIST

PE FUND

## 基本情報

応募区分：大学

チームID：SL2502216

チーム名：はいぶりったー

学校名：神戸大学

学年：3年

リーダー名：吉谷

メンバー名：岩田、齋藤、藤井

指導教員名：岩壺健太郎教授

## 基礎学習

1. 私たちの生活に必要な財やサービスを [1] 生産 し、[2] 流通 させ、[3] 消費 することを経済という。財やサービスには、代金を払った人だけが消費を独占できる [4] 私的財 と、政府が税金等を使って提供する [5] 公共財 とがある。
2. 経済の主体には、生産・流通の主体である [6] 企業、消費の主体である [7] 消費者、行政サービスや公共財の提供などを通して一国の経済活動を調整する主体である [8] 政府 がある。
3. 通貨には、紙幣や硬貨などの [9] 現金通貨 と、銀行などに預けられており振替などで決済手段として機能する [10] 預金通貨 とがある。
4. 国民の金融リテラシー向上を目的として 2024 年に設立された [11] 金融経済教育機関 は、金融経済教育の機会を幅広い年齢層に向けて全国的に提供することを目指し、学校や企業などに講師派遣や、セミナーなどを行っている。
5. 2024 年から始まった新 NISA に関する説明文のうち、正しいものは？  
[12] d
  - a. 新 NISA では、資産を積極的に投資に振り向けることを目的に、年間投資額の上限が撤廃された。
  - b. 新 NISA には、毎月積み立てる「つみたて投資枠」と、対象商品が多い「成長投資枠」の 2 つの枠があり、どちらか一方を選択する。
  - c. 新 NISA では、複数の金融機関で NISA 口座を開設できる。
  - d. 新 NISA の口座は、18 歳以上であれば親の同意なしで作ることができる。
6. 日本では人口減少が進む中、性別や年齢、言語や宗教など多様な視点を有する人たちが構成される組織のほうが強さを増すという [13] ダイバーシティ の重要性が指摘されている。
7. アメリカが離脱した TPP の基本的な内容を引き継いで締結された「環太平洋パートナーシップに関する包括的及び先進的な協定（CPTPP）」は、2024 年にイギリスが参加し現在は [14] 11 か国となっている。一方、「地域的な包括的経済連携協定（[15] RCEP）」は、日本や中国、韓国など東アジアを中心に [16] 15 か国が参加し、世界の人口と GDP のおよそ 3 割を占める世界最大規模の自由貿易圏である。
8. グローバル化の進展に関する次の説明文のうち、正しいものは？  
[17] c
  - a. 貿易が自由化され、安い輸入品が国内に入ってくることは、消費者にとっても国内の生産者にとってもメリットになる。
  - b. 貿易の自由化に加え、知的所有権や労働者の移動など、幅広い分野での協力を定めた協定を自由貿易協定（FTA）と呼ぶ。
  - c. 自然災害等によりグローバルなサプライチェーン（供給連鎖）が分断されると、世界経済に悪影響が及ぶ懸念がある。
  - d. 近年の日本の国際収支統計をみると「第一次所得収支」が大幅な赤字を計上している。
9. SDGs17 の目標達成のために、どのように資金を集めるかが企業の課題となっており、二酸化炭素を大量に排出するなど環境負荷の大きな事業に対しては、金融機関が融資を停止する動きがある。これは [18] ダイベストメント と呼ばれている。

10. 「持続可能な開発目標（SDGs）」の 17 の目標のうち、今回、グループで設定した投資テーマと特に関連が深い目標を挙げ（3つ以内）、その主な理由を記述してください。

関連の深い SDGs の目標	その主な理由
8. 働きがいも経済成長も	不採算事業の整理や資源配分の最適化を通じて産業の新陳代謝を促し、日本経済全体の再活性化を目指しているため。
9. 産業と技術革新の基盤をつくろう	単なる成長意欲だけでなく、DX や設備投資といった具体的な技術革新への投資を評価基準とし、事業構造の高度化を促すため。

11. 「ESG 投資」で重視する 3 つの要素の組み合わせとして、正しいものはどれか？

[19] b

- a. 経済 — 科学 — 成長
- b. 環境 — 社会 — 企業統治
- c. 効率 — 持続可能性 — 企業統治

12. 日本最大の証券取引所は、東京証券取引所（東証）であるが、その他にも [20] 名古屋、[21] 札幌、[22] 福岡 に地方証券取引所があり、地域経済や地域企業のサポート役として存在している。

13. 投資のリスクを小さくする方法には、「長期」、「分散」、[23] 積立 の 3 つが重要とされている。分散投資は [24] 資産 や、[25] 地域、[26] 時間 を分けることで安定した収益が期待出来る。

14. 「積立投資」に関する次の説明文のうち、誤っているものは？

[27] c

- a. 積立投資は、定期的に株式などの金融商品を購入する投資の方法の一つである。
- b. 積立投資には定量購入と定額購入の 2 つがある。
- c. 積立投資は、元本が保証されている安全な投資方法である。
- d. ドル・コスト平均法では、株価が高いときには少ない数しか株を買えないが、株価が下がれば購入できる株が多くなり平均的な購入価格を抑えることができる。

15. 「人々の注目や関心が経済的な価値を持つ」ということから、SNS で特徴的なビジネスモデルとなっている一方、偽・誤情報の拡散や炎上を助長させる構造を有しており、世界各国で様々な対策や取り組みが進められている考え方はなにか。

[28] 注目経済

16. 次のうち、株主から出資してもらったお金（自己資本）をどのくらい上手に使って利益を上げているのかを見るための指標はどれか。

[29] a

- a. ROE
- b. 自己資本比率
- c. PER
- d. PBR

## 要旨

近年、東京証券取引所による「資本コストや株価を意識した経営」の要請を契機として、日本企業の資本効率改善に対する関心が高まりつつある。しかし、不採算事業の温存、過度な多角化、親子上場に伴うガバナンス不全などの構造的課題により、多くの企業が市場から過小評価され、PBR1 倍割れが常態化している。他方で、アクティビストや PE ファンドによる外部介入が企業の価値向上に寄与することは国内外の研究で実証されており、特に事業再編を通じた資本効率の改善は大きな効果を有すると考えられる。実際に、外部介入により、事業再編や非中核事業の売却、成長領域への再投資によって ROE・PBR が改善した事例も多い。

では、実際にどのような企業が外部介入を契機として企業価値を大幅に改善し得るのか。本研究は、**アクティビスト投資家とプライベート・エクイティ（PE）ファンド双方の視点を統合**した「ハイブリッド型外部介入モデル」を提唱し、外部介入を契機として企業価値を大幅に改善し得る**“変革余地企業”**を特定することを目的とする。非金融上場企業 3,611 社を対象に、多段階スクリーニング（過小評価要因、変革実現性、長期的成長可能性）を実施し、最終的に **20 社**を抽出した。さらに、各企業の特性に応じた事業再編・価値向上の具体策を提示した。数多の変革余地企業が成長企業へと変貌を遂げることが、資本市場の規律と産業の新陳代謝を促し、日本経済全体の資源配分最適化と再活性化に寄与することを期待する。

## 目次

<b>第1章 投資テーマの決定</b> .....	~p5~
1-1 テーマ概要	
1-2 投資テーマ決定の背景	
■ 日本企業の課題   ■ 日本企業の本質的な課題の検討   ■ 市場の構造変化と外部主体の台頭	
1-3 アクティビスト介入による成功事例・PE ファンドへのインタビュー	
■ アクティビスト介入による成功事例(大日本印刷)   ■ PE ファンドへのインタビュー	
<b>第2章 スクリーニング</b> .....	~p10~
2-1 スクリーニング概要	
2-2 スクリーニング詳細	
第1スクリーニング：潜在的投資対象の抽出	
第2スクリーニング：変革実現性の検証	
第3スクリーニング：成長可能性の検証	
<b>第3章 ポートフォリオ</b> .....	~p20~
3-1 ポートフォリオ配分の決定	
3-2 投資先企業紹介	
3-3 ポートフォリオ分析	
<b>第4章 インタビュー・アンケート</b> .....	~p27~
<b>第5章 日経 STOCK リーグを通して学んだこと</b> .....	~p28~

# 第1章 投資テーマの決定

## 1-1 テーマ概要

近年、東京証券取引所による「資本コストや株価を意識した経営」の要請を契機として、日本企業の資本効率改善に対する関心が高まりつつある。しかし、不採算事業を内包する企業、成長機会が乏しいにもかかわらず経営資源の再配分が進まない企業、過度な多角化に起因するコングロマリット・ディスカウントに直面する企業、さらには親子上場に伴う構造的なガバナンス上の歪みを抱える子会社企業など、日本市場に特有の企業群は依然として市場から過小評価されており、その結果、株価純資産倍率（PBR）が1倍を下回る企業が全体の約半数を占める状況が継続している。

他方で、アクティビスト投資家やプライベート・エクイティ（PE）ファンドによる外部介入が、企業の資本配分や事業構造の是正を通じて企業価値の向上に寄与し得ることは、国内外の先行研究において繰り返し示されている。本論文では、まずアクティビストの関与を契機として企業価値の顕在化に成功した事例として大日本印刷を取り上げ、事業戦略および資本政策の転換過程を分析した。併せて、PE ファンド関係者へのヒアリング調査を通じて、実務における投資判断の枠組みと企業評価の視点を整理し、外部主体の介入が企業変革に作用するメカニズムを検証した。

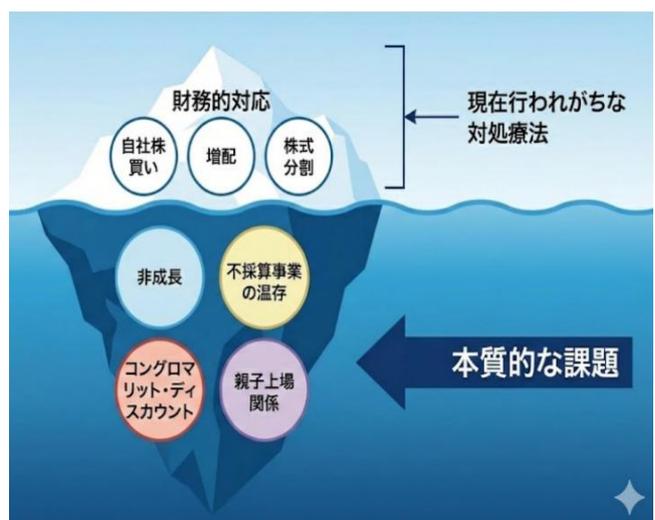
そこで得られた知見を基に、**アクティビストと PE ファンド双方の視点を統合した独自のスクリーニングモデル**を構築した。具体的には、「市場からの過小評価」「事業構造の歪み」「変革の実現可能性」「長期的な成長可能性」を包括的に捉え、非金融 3,611 社を対象とした多段階選別を実施した。その結果、外部介入を契機として企業価値を飛躍的に改善し得る潜在力を持つ**“変革余地企業”20社**を抽出した。さらに本論文では、抽出された企業群に対し**アクティビストがもたらす「市場規律」と、PE ファンドが主導する「抜本的な事業構造改革」という、双方のアプローチの利点を融合させたハイブリッドな価値向上策を検討し、各企業の特性に即した変革シナリオを提示する。**

## 1-2 投資テーマ決定の背景

### ■ 日本企業の課題

近年、東京証券取引所による要請（2023）を契機として、日本企業では資本コスト経営への関心が急速に高まり、ROE や PBR の改善を目的とした増配や自社株買いが広く行われている。しかし、こうした対応が単なる財務的次元にとどまる場合、企業の競争優位性の源泉である事業構造そのものの強化には直結しない。ここに、日本企業の本質的な課題が存在する（柳,2023）。

すなわち、表面的な資本効率の改善が進む一方で、不採算事業の整理や経営資源の集中といった**「事業レベルの構造改革」は相対的に遅れている**（宮島,2011）。具体的には、不採算事業を抱える企業、過度な多角化によるコングロマリット・ディスカウント、あるいは親子上場に伴うガバナンス不全といった構造問題が依然として解消されていない。その結果、多くの企業において、本来踏み込むべき抜本的な改革が先送りされ、**資本政策による「対症療法的な対応」にとどまっているのが現状である。**



図表 1 日本企業の現状と課題

その結果、多くの企業において、本来踏み込むべき抜本的な改革が先送りされ、**資本政策による「対症療法的な対応」にとどまっているのが現状である。**

このように、日本企業の課題は、財務数値よりもむしろ、新陳代謝の進まない「事業構造そのもの」に内在している。したがって、経済産業省（2022）の「価値協創ガイダンス」などが示唆するように、持続的な企業価値向上を実現するためには、財務施策のみならず、**事業再編を伴う実体的な構造改革が不可欠**である。

## ■日本企業の本質的な課題の検討

本論文では、実体的な構造改革を進めるために日本企業に残存する本質的な課題として以下の4つを提示する。

### ① 非成長企業

－安定的にキャッシュフローを創出しているのに成長投資や新規事業への資源配分が十分でない企業

### ② 不採算事業の温存

－主力事業で一定の収益性を確保しつつ低収益事業を内部に抱えることで全体の収益性が低下している企業

### ③ 過度な多角化に伴うコングロマリット・ディスカウント

－異なる業種に属する複数の事業を併営しているコングロマリット企業

### ④ 親子上場関係にある子会社

－親会社との資本・取引関係が強く独立した経営判断が制約され得る親子上場子会社

これら四つは、日本企業が長期にわたり資本効率の低迷や市場からの過小評価に直面してきた背景を説明するうえで、互いに独立しつつも共通の構造的要因を有している点に特徴がある。すなわち、いずれも「事業の競争力や収益創出能力そのものに決定的な欠陥がある」というよりも、「**資本や経営資源の配分が最適化されていないこと**」に起因して企業価値が十分に発揮されていない状態を示している。

以下ではこの4軸に至った過程について説明する。

①**非成長企業**は、稼いだ資金が内部に滞留し、成長投資や新規事業への資源配分が十分に行われなことで企業価値が発揮されにくい。Jensen(1986)は、成長機会が乏しい局面で自由現金が滞留すると非効率投資の誘因が高まり得ることを指摘しており、(1)のような企業では資本配分規律の観点から改革余地が問題となり得る。

②**不採算事業の温存**については、低収益事業の継続が全社の利益率や資本効率を直接的に低下させる点に本質的な問題がある。このため、構造改革では当該事業の縮小・撤退や収益構造の見直しが主要な検討対象となる。

③**過度な多角化に伴うコングロマリット・ディスカウント**について、Lang & Stulz(1994)は、多角化とトービンのQの間に負の関係が観察されることを示している。加えて Scharfstein & Stein(2000)は、内部資本市場における部門間の利害対立等を通じて投資が非効率化し得ることを指摘しており、資源配分の歪みがディスカウントの一因となり得る。

④**親子上場関係**について、経済産業省(2019)は支配株主が関与する重要取引等には構造的な利益相反と情報の非対称性が生じることを前提に、少数株主保護を目的とした公正な手続の確保を企業に求めている。しかし、このような手続の整備は経営資源の配分の歪みやガバナンス・ディスカウントといった効率性の問題そのものを解決するものではない。実際、Sakawa & Watanabe (2018)は、日本の上場子会社を対象とする実証研究において、親会社支配が配当性向や収益性に対して負の影響を及ぼすことを示している。これらの結果を踏まえると、企業価値および資本効率を最大化する観点からは場合によっては親子上場関係の解消がベターな選択肢と位置づけられる。

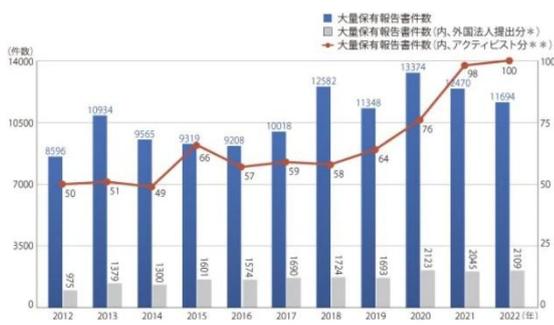
以上より、これらの課題はいずれも単発の財務施策のみで解消するというより、事業再編を必要とする構造問題として顕在化しやすい。したがって、アクティビストおよびPEファンドといった外部主体の関与を通じて課題解決を図り、企業価値の向上を目指す本論文のハイブリッド・モデルと高い親和性を有すると考えられる。このため、本研究では上述の4つの課題に着目する。

## ■ 市場の構造変化と外部主体の台頭

近年、日本企業を取り巻く経営環境は転換期にある。高度経済成長期の終焉以降、市場規模の拡大に依存した量的成長は限界を迎え、企業価値は内部効率化や事業構造改革といった質的改善へと重心を移してきた。こうした状況下において、Buchanan et al. (2014) が指摘するように、企業変革を促す主体としてアクティvist投資家とプライベート・エクイティ (PE) ファンドの存在感が増している。

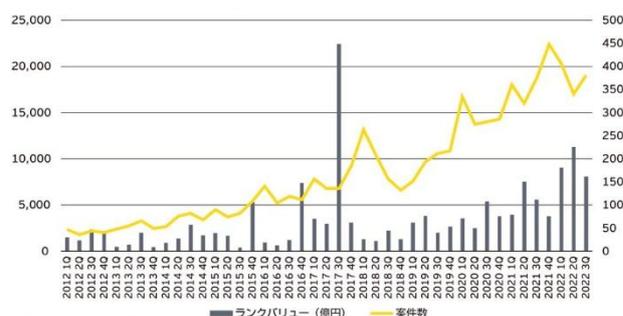
まず、**アクティvist投資家**について、Gillan & Starks (2003) は、上場企業の株式保有を通じて議決権行使や株主提案、経営陣との対話を行い、外部から経営に影響を与える主体であると定義している。しかし、アクティvistによる企業外部からの経営関与には一定の制約があるため、短期に成果が可視化されやすい施策に対して、要求が集まりやすい傾向がある。Buchanan et al. (2014) によると、**資本効率の改善や市場評価の是正に直結する資本政策・財務施策** (具体的には、配当政策、自社株買い、非中核事業の売却等) が主要な改革対象になるとされる。

一方で、**PE ファンド**について Kaplan & Strömberg (2009) は、企業または事業部門を買収して経営権を取得し、内部から事業再編や経営改善を実行する主体であると説明している。彼らは経営権を前提に改革を実装できるため、不採算事業の整理、経営体制の刷新、事業ポートフォリオの再構築といった**構造改革**が主要手段となる。また、**評価の時間軸も中長期**に置かれるため、競争力や成長余地を見極めるうえで、経営者の資質や組織能力、事業特性といった非財務的要素を含めた判断が不可欠となる。



図表 2 アクティvistの大量保有数推移

\*diamond online 2022 年アクティvist=物言う株主による重要提案行為の提出件数より引用



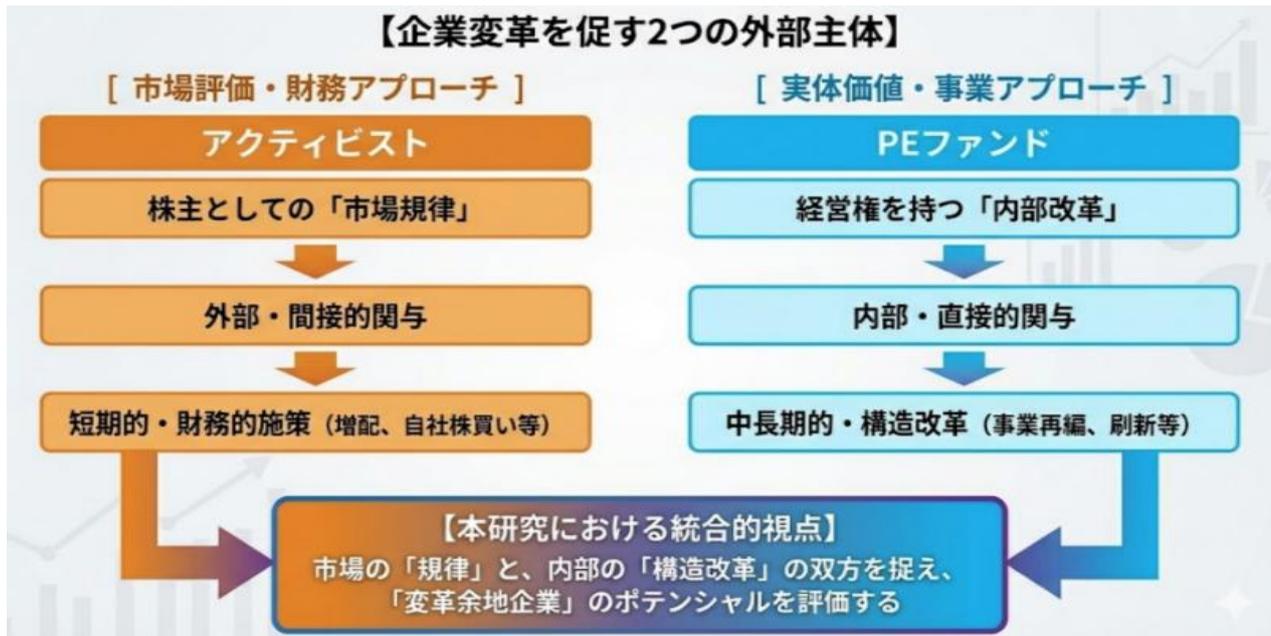
図表 3 PE ファンドが関与する M&A 件数

\*EY PE ファンドを活用した企業変革より引用

このように、両者はいずれも企業価値向上を目的とするが、関与形態・時間軸・重視情報の三点で異なる。アクティvistは外部の株主権行使を通じて短中期の市場評価の是正を促し、財務・資本政策を主な評価軸とする。これに対し、PE ファンドは内部の支配権に基づき中長期の事業価値向上を図り、財務指標に加え組織・事業の質的要因を重視する。両者は補完関係になり得るため、企業の変革余地を評価するには双方の視点を統合して捉える必要がある。

加えて近年の日本では、M&A が雇用不安や「乗っ取り」といった否定的な文脈のみによって捉えられる傾向は弱まりつつあり、事業再編や成長戦略の選択肢として位置づけられる場面が増えている (Ushijima and Schaede, 2014)。さらに、事業売却やカーブアウト (事業の切り出し) を含む再編が実務上の現実的な選択肢として活用され始めており、これは企業内に滞留していた非効率性を是正し得る制度・市場環境が整いつつあることを示していると考えられる (経済産業省, 2022)。

本論文は以上を踏まえ、**アクティvist投資家と PE ファンドの双方のアプローチの利点を融合させ、日本企業の構造的課題と変革可能性を分析**する。次節では、アクティvist介入を契機に企業価値向上を実現した事例と、PE ファンドが価値創出の際に重視する評価視点を整理する。



図表 4 アクティビスト・PE ファンドの視点と、本論文の視点

### 1-3 アクティビスト介入による成功事例・PE ファンドへのインタビュー

本節では、外部主体による介入が実際に企業価値の向上につながった事例と、PE ファンドが投資判断において重視する視点を整理する。具体的には、アクティビスト投資家の関与を契機として企業価値の顕在化に成功した事例として大日本印刷株式会社を取り上げるとともに、PE ファンド関係者へのヒアリングを通じて、PE 投資における企業評価の考え方を明らかにする。これにより、外部介入が企業変革にどのようなメカニズムを通じて作用するのかを具体的に示す。

#### ■ アクティビスト介入による成功事例（大日本印刷）

大日本印刷は、EV 向けリチウムイオン電池用バッテリーパウチで世界トップシェアを有するなど高い技術力を備えていた一方で資本効率の低迷から PBR は長期にわたり 1 倍を下回っていた。市場からは、豊富な資産を持ちながら十分に活用できていない典型的な「割安株」と評価されていた。

転機となったのは、2023 年 1 月に**アクティビスト投資家の保有が判明**したことである。これを契機に経営陣は従来の保守的な姿勢を転換し、資本配分と成長戦略を一体として見直す抜本的な改革に踏み切った。具体的には、「**PBR1.0 倍超の早期実現**」を掲げ、発行済株式数の約 15%に相当する総額 3,000 億円規模という過去最大級の自己株式取得枠を設定し、手元資金を重視する体質から株主還元と資本効率改善を優先する方針へと転換した。同時に、従来の印刷会社という位置づけを改め、バッテリーパウチや半導体関連といった**高収益分野への集中投資**を明確に打ち出した。その結果として積極的な資本配分による安心感と成長戦略の明確化による期待感が同時に市場に織り込まれ株価は上昇し長年の課題であった PBR1 倍割れは解消し、その水準が定着した。本事例は、**アクティビストによる外部介入が経営陣の意思決定の転換を促しこれまで埋もれていた企業価値が顕在化し得ることを示している。**



図表 5 エリオット・マネジメントの介入の影響 1



図表 6 エリオット・マネジメントの介入の影響 2

※日経 ESG『東証が喝、動き出した低 PBR 企業サ  
プライズで訴求、「1 倍超」へ』より引用

※マネックス証券銘柄スカウターより、筆者作成。ただ  
し、株価は分割調整後株価にて作成。

### ■ PE ファンドへのインタビュー

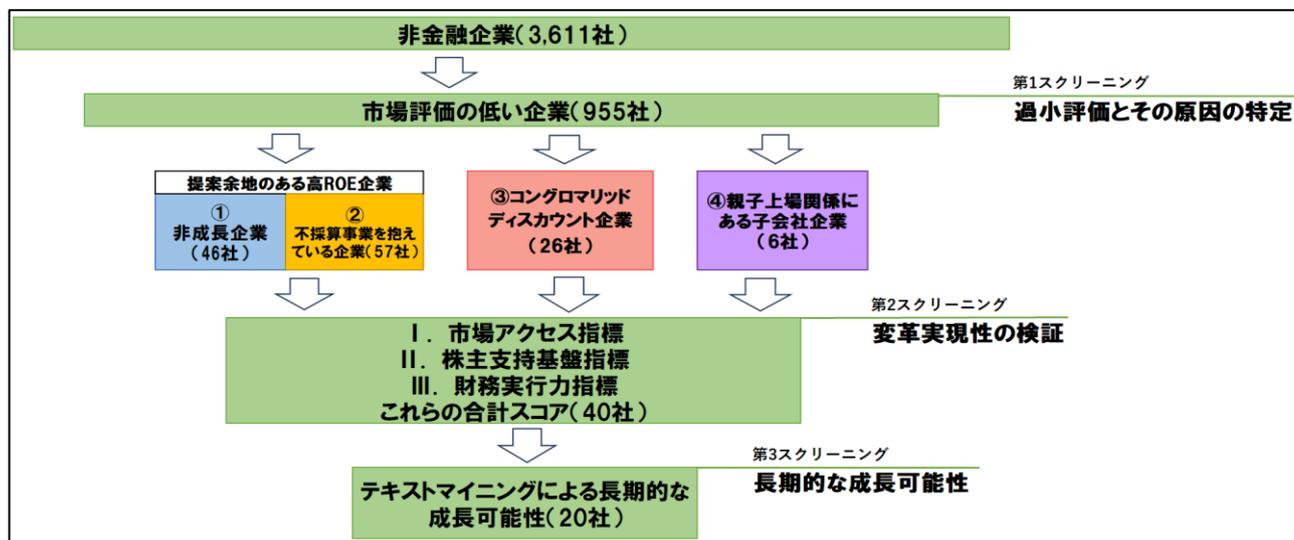
私たちは、PE ファンドの投資判断に関する理解を深めるため、PE ファンド運営会社である ティーキャピタルパートナーズの佐々木社長にヒアリングを行った。インタビューを通じて明らかになったのは、PE 投資においては一般的な財務指標の分析に加え、企業が低く評価されている背景や構造的要因の把握が重視さ



れている点である。PE 投資の基本原則は「安く買って高く売る」ことにあるが、単に PER や EPS が低い企業を投資対象とするわけではない。むしろ重要なのは、当該企業が割安に評価されている要因を特定し、それが経営を通じて解消可能かどうかについて明確な仮説を構築できるかである。具体的には、後継者不在のオーナー企業や大企業におけるノンコア事業など、事業基盤や競争力自体には一定の強みがある一方で、経営や資源配分の問題により成長が停滞している企業が、PE 投資の典型的な対象として挙げられた。これらの企業では、経営者の派遣や事業の選択と集中といった経営介入を通じて、企業価値の向上が見込まれる。また、投資判断に際しては、海外における過去の投資事例や制度変化を参照しつつ、将来的な市場環境の変化を見据えた成長仮説が重視される点も示された。以上より、PE ファンドが投資対象として重視するのは、単なる割安性ではなく、**割安に評価されている要因と、それを解消しうる経営的手段の有無**であると整理できる。この視点は、本論文における企業の変革余地の定義を補完する重要な示唆を与えるものである。

## 第2章 スクリーニング

### 2-1 スクリーニング概要



図表 7 スクリーニング概要

本論文では、アクティビストおよびプライベート・エクイティ（PE）ファンド的な外部介入を通じて、企業価値の最大化を実現し得る「変革余地企業」を選定するため、図表 7 に示すように、三段階からなるスクリーニングを実施した。

**第 1 スクリーニング**では、事業構造上の問題によって**市場評価が低迷**している企業を抽出することを目的とする。

次に、これらの企業が過小評価されている要因が事業構造に起因するものであるかを判別するため、「**非成長**」「**不採算事業の保有**」「**コングロマリット・ディスカウント**」「**親子上場に伴う利益相反**」という四つの類型に分類し、それぞれに該当する企業 **121** 社を特定した。

**第 2 スクリーニング**では、第 1 スクリーニングにおいて抽出した企業群の中から、実際に外部介入を通じた**変革が実行可能かどうか**を検証した。このスクリーニングを通じて、外部からの提案が経営に受け入れられ、実際の施策として実行に移される可能性が高い企業を選定した。これにより、単に構造的課題を抱えているだけでなく、外部介入による事業再編が現実的に実行可能な企業 **40** 社を抽出した。

**第 3 スクリーニング**では、第 2 スクリーニングを通過した企業の中から、事業再編後に**持続的な成長を遂げる可能性**が高い企業を選定することを目的とする。本論文が想定する Hybrid Activist-PE Model は、短期的な評価改善にとどまらず、中長期的な企業価値創出を志向するためである。この段階では、財務データのみでは把握が困難な、経営者のスタンスや組織としての成長志向を定性的に評価し、**20** 社を抽出した。

以上の三段階のスクリーニングを通じて、本論文では、**①事業構造上の課題を抱え、②外部介入による変革が実現可能であり、③中長期的な成長が期待できる企業**を「**変革余地企業**」として選定した。

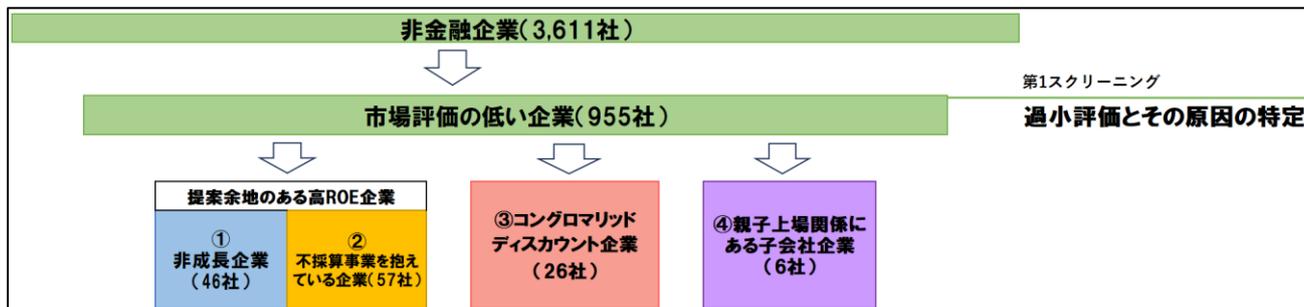
なお、第 1 および第 2 スクリーニングでは主に財務データを用いた定量分析を行ったのに対し、第 3 スクリーニングでは経営理念やビジョンといった非財務データを活用している。これにより、本論文は定量・定性の両面から企業を評価する包括的な分析枠組みを構築している。

使用したデータは、財務データについては「日経 NEEDS Financial Quest」と「マネックス証券銘柄スカウター」、非財務データについては各企業のホームページおよび IR 情報から取得した。

## 2-2 スクリーニング詳細

### 第1スクリーニング：過小評価とその原因の特定

#### ■ 第1スクリーニング概要



図表8 第1スクリーニング概要（図表7より）

第1スクリーニングでは、事業構造上の問題によって市場評価が低迷している企業を抽出することを目的とする。まず、分析対象である全3,611社の中から、まず、収益性を一定水準以上確保しているにもかかわらず、**市場評価が低い企業** 955社を選定した。

次に、当該企業群に対して、市場評価が低迷している要因に着目し、以下の①～④の類型に分けて並列的にスクリーニングを行った。

**提案余地のある高ROE企業（①非成長企業 ②不採算事業を抱える企業）**

**③コングロミラット・ディスカウント企業**

**④親子上場関係にある子会社企業**

これらは、市場評価の低い企業群を起点として、それぞれ異なる構造的課題に着目する形で抽出される（図表8参照）。なお、提案余地のある高ROE企業については、市場評価が低位にとどまる要因をより詳細に把握するため、**①非成長企業 ②不採算事業を抱える企業**の二つに分類している。

以上のプロセスを通じて、企業価値向上に向けた具体的な提案が可能な企業を**最終的に121社**選定した。

#### 1-1 市場評価の低い企業の選定

本論文ではまず、市場から正当な評価を得られていない企業の抽出を行う。分析対象は、金融業を除く非金融上場企業3,611社である。

本スクリーニングでは、次の二つの指標を用いて選定を行った。

評価領域	選定基準	選定理由
市場評価の低い企業	PBR < 1倍	純資産に対して株価が割安であり、市場から本来の価値を十分に評価されていない企業を特定するため。
	トービンのQ < 1	市場価値が資産の再調達コストを下回っており、既存の経営資源に対する市場の成長期待が低い企業を捉えるため。
判定基準	共に満たす企業を通過	

図表9 スクリーニング 1-1

以上の条件を満たした企業は**955社**であった。これらの企業群は、現状のままでは企業価値が停滞、あるいは毀損していると市場から判断されている企業である。

## 1-2 課題の特定

ここからは、1-1 で選定された「市場評価の低い企業」を、提案余地のある高 ROE 企業（①非成長企業および②不採算事業を抱える企業）、③コングロマリット・ディスカウント企業、④親子上場関係にある子会社企業 の四類型に分類し、それぞれの特性に応じたスクリーニングを進める。

### 1-2 ①,②提案余地のある高 ROE 企業

ここでは、第 1 スクリーニングにおいて抽出した市場評価の低い企業のうち、本業において一定の収益力を有しながらも、事業構造や資本配分の歪みにより企業価値が十分に発揮されていない企業を、「提案余地のある高 ROE 企業」として選定する。

まず、以下の二つの財務指標を用いて選定を行った。

評価領域	選定基準	選定理由
I. 稼ぐ力	ROE (直近3年平均) > 8%	伊藤レポート等が示す投資家の期待水準 (8%) に基づき、十分な基礎的収益力を有する企業を抽出するため。
II. 財務レバレッジへの依存度	自己資本比率 > 30%	過度な負債 (レバレッジ) による一時的な ROE の高上げを除外し、財務の健全性を担保するため。
判定基準	I、II を共に満たす企業を通過	

図表 10 スクリーニング 1-2 ①,②

以上の条件を満たした企業は 190 社であった。

これを踏まえ、提案の具体的な方向性を明確にするため、提案余地のある高 ROE 企業 (類型 A) を、さらに二つの類型に分けて詳細なスクリーニングを行う。

### 1-2 ①非成長企業

非成長企業とは、安定的にキャッシュフローを創出し一定の収益力を有しているにもかかわらず、成長投資や新規事業への資源配分が十分に行われていない企業である。これらの企業では、稼いだ資金が内部留保として滞留する、あるいは既存事業の維持に偏って配分される傾向が見られ、将来の成長シナリオが市場に十分示されていない。その結果、収益力に比して市場評価が低位にとどまりやすい。したがって、資本配分の見直しや成長投資の促進といった外部からの働きかけにより、企業価値の改善余地が大きい類型である。

本スクリーニングでは、以下の二つの指標を用いて非成長企業を抽出した。

評価領域	選定基準	選定理由
I. 営業利益成長率	営業利益成長率 (直近3年平均) < 3%	本業の成長停滞により、将来への期待が市場価格に十分に織り込まれていない企業を特定するため。
II. キャッシュ創出力	フリー・キャッシュフロー (FCF) > 0	安定的な資金創出力がありながら、その資金が成長投資や株主還元を活用されず滞留している企業を捉えるため。
判定基準	I、II を共に満たす企業を通過	

図表 11 スクリーニング 1-2①

その結果、以下の条件を満たした非成長企業は 46 社であった。

## 1-2 ②不採算事業を抱える企業

不採算事業を抱える企業とは、主力事業において一定の収益性を確保しているにもかかわらず、収益性の低い事業を内部に抱えることで、全社的な収益性や資本効率が押し下げられている企業である。日本企業では、事業撤退に対する心理的・制度的ハードルの高さから、不採算事業が温存されやすく、事業ポートフォリオの硬直化が企業価値の低迷を招いてきた。

本類型では、複数の事業を展開する企業のうち、一部の事業の低収益性が全社の資本効率や市場評価を毀損している可能性がある企業に着目する。選定にあたっては、事業構造をセグメント単位で分解し、「不採算事業の存在」、かつ、「当該事業の縮小・撤退が全社運営に与える影響」の二条件を同時に満たす事業を持つ企業を抽出した。ここで、コア事業とは、①売上高構成比が最も高いセグメント、または②売上高構成比が30%以上のセグメントの中で、最も利益率が高い事業とする。セグメント利益・売上高構成比についてはマネックス証券の銘柄スカウターを参照し企業ごとに精査・分析を行った。

評価領域	選定基準	選定理由
I.不採算事業の抽出	①セグメント利益が赤字である、または利益率が3%未満の事業 または ②コア事業と比較して、利益率の差が10%以上、またはコア事業の利益率に対して2倍以上の格差を有する事業	絶対的な収益力が低い事業、および主力事業と比較して資本効率を毀損している事業の双方を、全社評価を下げる「不採算事業」として抽出するため。
II.当該事業の縮小・撤退が全社運営に与える影響	売上高構成比が5%以上30%未満の事業	改革による企業価値向上へのインパクト（5%以上）を確保しつつ、基幹事業への悪影響を抑え、現実的に売却やカーブアウトが可能な「ノンコア事業」に限定するため。
判定基準	I、IIを共に満たす事業を持つ企業を通過	

図表 12 スクリーニング 1-2②

その結果、不採算事業を抱える企業は**57社**であった。

### ■①②の統合結果

①と②を統合した企業は、不採算事業の売却・分離や撤退、成長分野への資源集中といった事業ポートフォリオの最適化を通じて、企業価値を大きく高める余地があると考えられる。また、①（**非成長企業**）**46社**と②（**不採算事業を抱える企業**）**57社**のうち、14社が重複して該当しており重複は除外した。

その結果、提案余地のある高 ROE 企業として選定された企業数は**最終的に 89社**（46+57-14）である。

## 1-2 ③コングロマリット・ディスカウント企業

本論文では、コングロマリット企業を「異なる業種に属する複数の事業を併営している企業」と捉える。すなわち、事業間の関連性やシナジーが必ずしも高くなくにもかかわらず、多角的な事業展開を行っている企業である。

このような企業では、経営資源が分散しやすく、事業ポートフォリオの複雑化によって経営の透明性が低下する結果、投資家が個別事業の収益性や成長性を適切に評価できず、企業全体の市場評価が各事業価値の合計を下回る、いわゆる「コングロマリット・ディスカウント」が生じやすい。

本類型では、このようなコングロマリット・ディスカウントを受けていると考えられる企業を抽出するため、以下の手順でスクリーニングを行った。

## I. エントロピー指数による多角化度の測定

Villalonga, B によると多角化の度合いは、各セグメント比率 $p_i$ を用いたエントロピー指数で測定できると述べている。エントロピー指数は、事業の多様性や分散度を定量的に測定するために用いられる。事業構成が均等に分散しているほど指数は大きくなり、単一事業への依存度が高いほど小さくなる。

(注)Villalonga(2001)は  $p_i$ を「資産配分比率」として定義しているが、本研究ではデータ入手可能性の制約からセグメント売上高比率を用いて算出する。

### エントロピー指数（上位 1/4 通過）

$$\text{エントロピー指数} = \sum_{i=1}^n p_i \log_e \frac{1}{p_i}$$

(注) $p_i$ は企業の総売上に占める*i*番目のセグメントの売上高の割合とする。

エントロピー指数の分布に基づき、上位 4 分の 1（上位 25%）に位置する企業を「多角化度が高い企業」と定義した。その結果、272 社が該当することとなった。

## II. 事業構造の実態に基づく追加的な絞り込み

エントロピー指数は事業の「分散度」を示す指標である一方、事業間の性質や収益構造までは十分に反映しない。そのため本スクリーニングでは、実際にコングロマリット・ディスカウントが生じている可能性を高めるため、以下の二つの条件を満たす企業を追加的に抽出した。

- ① 全く異なる業種に属する事業を複数含んでいること(証券コード協議会「33 業種分類」による)
- ② 事業セグメント間の利益率の差（最大値と最小値の差）が 10%以上であること

我々は、これらの条件を有価証券報告書およびマネックス証券の「銘柄スカウター」を参照し、事業内容およびセグメント情報を確認したうえで、すべて手作業により精査を行った。

その結果、**最終的に 26 社**をコングロマリット・ディスカウント企業として抽出した。

### 1-2 ④親子上場関係にある子会社企業

親子上場関係にある子会社企業は、親会社との資本関係や取引関係が強いことから、独立した経営判断を行うことが難しい傾向にあり、少数株主の利益が十分に反映されない構造にある。その結果、事業の収益力や成長性に比して市場評価が抑制され、企業価値が本来の水準より低く評価される傾向がある。

本類型ではまず、有価証券報告書等の開示情報を基に、親子上場関係にある子会社企業を抽出した。そのうえで、以下の二つの条件を満たす企業は、事業の競争力を有しながらも、親子上場というガバナンス構造に起因して企業価値がディスカウントされている可能性が高いと判断した。なお、子会社の ROE は親会社の利益配分方針によって左右される可能性があるため、本スクリーニングでは ROE を用いず、PBR と営業利益率に着目した。

評価領域	選定基準	選定理由
I. PBRの親子比較	親会社のPBR > 子会社のPBR	同じグループ内であるにもかかわらず、子会社の方が市場から低い評価しか受けていない可能性が高いことを示している。
II. 営業利益率の親子比較	親会社の営業利益率 < 子会社の営業利益率	子会社の方が本業の収益性に優れ、より効率的に利益を生み出していることを示している。
判定基準	I、IIを共に満たす企業を通過	

図表 13 スクリーニング 1-2 ④

その結果、**最終的に 6 社**が親子上場企業の子会社として該当した。親子上場の解消は、評価水準の是正やプレミアム付き TOB を通じて、子会社の潜在的な企業価値を顕在化させる施策につながると考えられる。

## ■ 第1スクリーニングまとめ

以上のように、第1スクリーニングでは、まず市場から過小評価されている企業を抽出し、その上で「非成長」や「不採算事業」、「コングロメリット・ディスカウント」、「親子上場」といった構造的課題を抱える企業を多段階的に絞り込んだ。

最終的に特定された **121社** に対しては、**アクティビストとPEファンド双方の視点から解決策が提示できる**。非成長・不採算事業を抱える企業には、株主提案による「事業撤退や再配分の要求」に加え、PE機能による「カーブアウトや成長資金の供給」が有効である。また、複合企業や親子上場企業には、単なる改善要求にとどまらず、MBOやTOBを活用した「非公開化」によって、短期的な市場圧力から解放された状態で抜本的な構造改革を実行するシナリオも想定される。

こうした複合的な変革シナリオの実現可能性を検証するため、**最終的に121社**が続く第2スクリーニングへと進む。

## 第2スクリーニング：変革実現性の検証

### ■ 第2スクリーニング概要

第2スクリーニングでは、第1スクリーニングで選定した企業121社に対して「外部からの介入による変革が技術的に実行可能か」を検証して **40社**を抽出した。具体的には、

#### I. 市場で十分な株式を取得できるか（市場アクセス指標）

#### II. 改革を支持しうる株主層が既に存在するか（株主支持基盤指標）

#### III. 資本政策や事業再編を実行できるだけの財務的余力を備えているか（財務実行力指標）

の三点から評価した。これらはいずれも単一の財務指標では把握しきれない。そのため本スクリーニングでは複数の条件を統合的に判定するスコアリング方式を採用した。

評価領域	評価指標	2点	1点	0点
I. 市場アクセス	浮動株比率	29.0% 以上	25.0% ~ 29.0%未満	25.0% 未満
II. 株主支持基盤	機関・海外投資家比率	上位 25% または 親子上場の子会社	上位 25% ~ 50%	下位 50%
III. 財務実行力	a. 余剰現金比率	×	18.5% 以上	18.5% 未満
	b. EBITDA有利子負債倍率	負	0倍 ~ 10倍以内	10倍 超
	c. FCF/総資産	中央値 以上	0 以上~中央値未満	負の値
判定基準	総合スコア (IFS)	合計 5以上通過 (MAX9点)		

図表 14 第2スクリーニング評価方法

### 第2スクリーニング詳細

#### I. 市場アクセス指標（浮動株比率）—市場から実際に介入可能かを測定する—

市場アクセス指標は、投資家が市場から**実際に株式を取得し実質的な影響力を行使できるか**を測定する。本スクリーニングでは、その代理指標として**浮動株比率**を用いた。浮動株比率が**25%を下回った場合は0点**を付与し、対象企業群の**平均値(29%)以上は市場からのアクセスは十分として2点**を付与する。

これは、スタンダード市場の上場維持基準である流通株比率25%を参考基準とし、これを最低限の市場流動性水準として採用した。浮動株比率と流通株比率は厳密には異なる概念であるものの、流通株比率25%を下回る企業は、市場での株式取得が大きく制約される点で同様の性質を持つと考えられる。

## II. 株主支持基盤指標（株主構成比率）— 改革提案が既存株主に支持される構造を持つか —

株主支持基盤指標は、既存株主から合理的な支持を得られる構造を有しているかをスコア化する。Gillan and Starks（2000）によると、**株主提案の賛成票割合が機関投資家保有比率と有意に正に**相関することを示している。そこで、大株主名簿に基づき、信託銀行（信託口を含む）、資産運用会社、投資信託、年金基金・公的運用主体、生命保険会社、損害保険会社、および外資系投資家を機関投資家として分類し、これらの推定保有比率を集計した。そして、対象企業を分布に基づき四分位に分類した。ここで、**上位 25%を 2 点、上位 25～50%を 1 点、それ未満を 0 点**と定義する。スコアが高い企業ほど、改革提案が既存株主から支持されやすい構造にあると解釈する。

ただし、親子上場企業に対するアクティビストの関与は、一般の企業とは異なる。親子上場の局面においてアクティビストが子会社株を保有する主な目的は、子会社の内部構造改革ではなく、将来的な TOB 局面における取引条件は正や少数株主保護を通じた適正な買付価格の実現にある。また、親子上場の解消や見直しが進む現状においては市場環境そのものが親子上場解消への圧力として機能しており、アクティビストによる保有の事実そのものが企業行動に規律を付ける役割を果たしやすい。以上の理由から、親子上場企業についても株主支持基盤指標は通常ルールでまず算定する。その上で、親子上場は本研究の中心テーマとなるため、総合スコア IFS が閾値に 1 点だけ届かない場合（IFS=4）に限り、株主支持基盤指標を **2 点に引き上げる補正**を行う。これにより、制度的論点と株主支持の実務的条件を切り分けつつ、親子上場を研究目的に沿って優先的に抽出した。なお、補正を行わない場合では親子上場企業の通過数は **1 社減少**にとどまった。

## III. 財務実行力指標（三指標統合）— 価値向上施策を「実行段階」に移せる財務余力の検証 —

財務実行力指標は、アクティビスト介入後に提案される資本政策や事業再編、成長投資が実行し得るかをスコア化したものである。**財務実行力**は、改革を受け止めるための**即時的な資金余力**、**財務柔軟性**、**持続的キャッシュ創出力**の三側面から評価する。即時的な資金余力は初期施策の実行可否を、財務柔軟性は追加的な資本配分や再編の余地を、持続的キャッシュ創出力は改革の継続可能性をそれぞれ担保する。これらは、主要な財務制約を時間軸および制約の性質の違いに基づいて整理したものである。いずれか一つが欠けた場合、提案は構想段階にとどまるか、実行途中で制約に直面する可能性が高い。指標は以下のものを使用した。

<b>III.a 即時的な資金余力(余剰現金比率)</b>	
$\text{余剰現金比率} = \frac{\text{現金及び預金}}{\text{総資産}}$	
(注)対象企業内で中央値以上であれば 1 点、中央値以下には 0 点を付与する。 豊富すぎる資金の評価は趣旨からされるため、本指標については 2 点は付けない（最高点が 1 点）。	
<b>III.b 財務柔軟性(EBITDA 有利子負債倍率)</b>	
$\text{EBITDA有利子負債倍率} = \frac{\text{有利子負債} - \text{現金及び預金}}{\text{営業利益} + \text{減価償却費}}$	
(注) EBITDA 有利子負債倍率が <b>10 倍以上</b> であると金融信頼性は急激に低下するため <b>0 点</b> 。 <b>0～10 倍</b> の時に <b>1 点</b> を付与する。負であるとき金融信頼性が高くなるため <b>2 点</b> とする。	
<b>III.c 持続的キャッシュ創出力(FCF(3年平均)/総資産)</b>	
$\text{FCF/総資産} = \frac{\text{FCF(三年平均)}}{\text{総資産}}$	
(注)FCF/総資産が <b>負</b> の企業については <b>0 点</b> とする。正の値を有しているが、対象企業内で <b>中央値以下</b> であれば、 <b>1 点</b> 。 <b>中央値以上</b> であれば、優れた資金創出能力を有しているため <b>2 点</b> 。	

図表 15 III.財務実行力指標の定義

## 総合スコア(IFS)

$$\text{総合スコア(IFS)} = \text{I.市場アクセス指標} + \text{II.株主支持基盤指標} + \text{III.財務実行力指標}$$

図表 16 第2スクリーニング 総合スコアの定義

これらの I ~ III のスコアを統合したスコアを総合スコアとして、その点数が 5 点以上(Max9 点)の企業を通過させる。

### ■第2スクリーニングまとめ

以上のように、第2スクリーニングでは外部株主の働きかけによる価値向上が実際に成立し得るかを検証した。**最終的に 40 社**が第2スクリーニングを通過し、これらは外部からの働きかけが制度的・市場的・財務的に成立しうると判断された企業である。

## 第3スクリーニング：長期的な成長可能性

### ■第3スクリーニングの概要

第2スクリーニングまでは、財務データおよび株主構造に基づき、「変革の余地」と「介入の実行可能性」を持つ企業を抽出した。第3スクリーニングでは、分析の時間軸を「現在」から「将来」へと拡張し、経営陣が描く**長期的な価値創造の蓋然性**を非財務情報から評価することで、最終候補 **20 社**を選抜する。

本スクリーニングの特徴は、経営陣の単なる意思表示にとどまらず、将来のキャッシュフローにつながる「構造的な課題認識」と「長期的な成長戦略」が、経営言語として具体的に実装されているかを**テキストマイニング**によって判定する点にある。テキストマイニングとは、非構造化データであるテキストを統計的に処理し、定量化する手法である。樋口(2022)によれば、本手法はデータを俯瞰的に捉え、分析の透明性と信頼性を高めるとされる。

この分析手法の妥当性は、本論文の「ハイブリッド・モデル」を構成する二つの視点から説明できる。まず、アクティビスト視点では、長期的な成長戦略が記述されているにもかかわらず市場評価が低い状態は、将来ビジョンと現状の行動が乖離した「言行不一致」と捉えられる。このような企業は、経営陣が中長期的な成長余地を認識している可能性が高く、外部からの規律によって戦略の実行を促すことで、停滞している成長軌道を持続的な上昇トレンドへと修正できる余地がある。

一方で、PEファンド視点では、戦略の方向性そのものに妥当性が認められる場合、課題は主として「実行期間」と「投入すべきリソース」に集約される。短期的な成果を過度に追及することなく、長期的な視点から資本とノウハウを注入することで、戦略を「構想」から「将来の確実な収益基盤」へと移行させることが可能となる。

このように、テキストマイニングによって経営陣の「長期的な変革意志」を可視化することは、外部規律と内部支援の両面から、**将来にわたって高い投資価値を生み出す企業**を特定する上で有効なアプローチである。

## 第3スクリーニング詳細

### 1.分析対象データと選定理由

本分析では、**有価証券報告書における【対処すべき課題】**セクションを対象とした。本セクションを選定した理由は、金融商品取引法に基づく内閣府令により定められた法定開示項目であり、企業に対して法的責任を伴う情報開示が求められている点にある。そのため、過度な修飾や抽象的なスローガンが排されやすく、経営陣が認識している「現状と目標のギャップ」および「具体的な解決策」が、比較的事務的かつ率直に記述される傾向がある。したがって、本セクションは、経営陣の本質的な現状認識や課題把握能力を測定するデータソースとして適していると判断した。

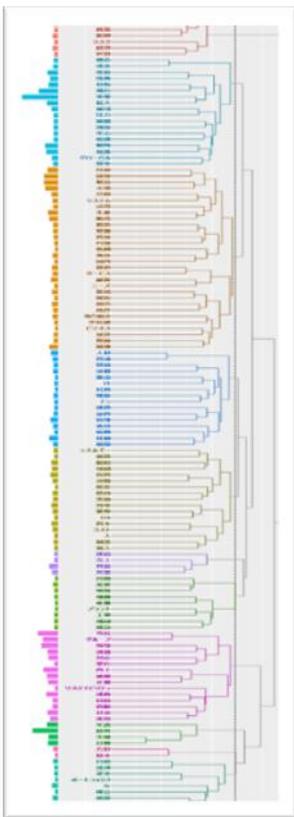
## 2.分析手法

計量テキスト分析ソフトウェア「KH Coder」を用い、以下の2段階のプロセスで分析を実施した。

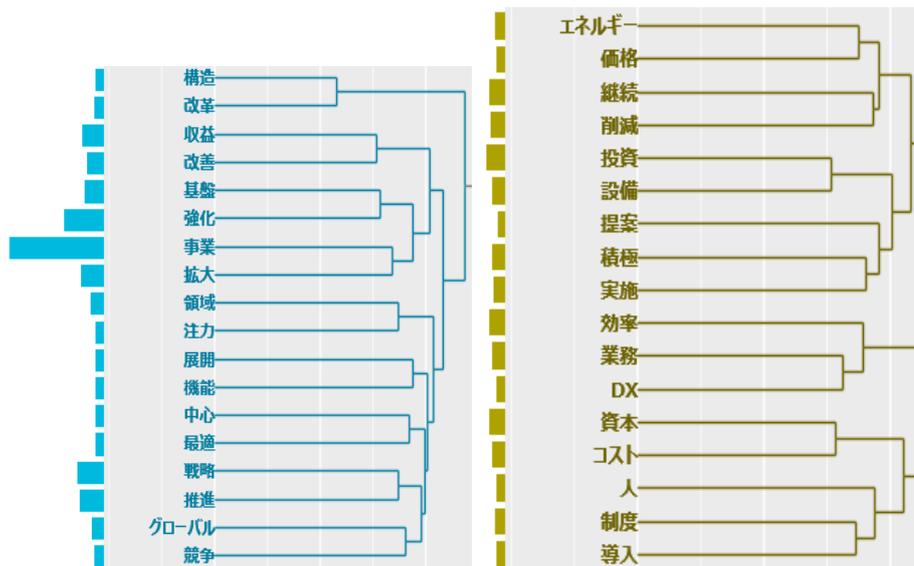
### I.階層的クラスター分析による主要概念の抽出

まず、全対象企業のテキストデータを用いて「階層的クラスター分析」を行った。本手法は、文章内で同時に用いられやすい単語の共起関係を統計的に捉え、それらをグループ化し、関係性を樹形図として可視化するものである。

本分析では、分類感度が高く、計量テキスト分析において広く用いられている「ワード法」を採用した。この手法を用いることで、分析者が恣意的にキーワードを選ぶのではなく、データ自身の構造から自然に浮かび上がった主要な単語グループ（クラスター）を特定できる。分析結果が図表 17 に示されている。その中から、本論文のテーマと合致する以下の2つの大きな変革要素を抽出した。本分析では、各社の有価証券報告書に記載された【対処すべき課題】本文を対象とし、同一の抽出ルールでデータ化した。テキストは KH Coder に入力し、形態素解析により語を抽出した上で、語群①・語群②に該当する語の出現回数を集計した。なお分析対象とした有価証券報告書は、各社が公表している直近の通期報告書としている。



図表 17 階層的クラスター



図表 18 表 17 から抽出した二つの要素

#### 1、「構造改革」クラスター（図表 18 の青群）

樹形図において、「構造-改革」「資本-コスト」といった語彙に加え、「事業-拡大」「領域-展開」といった語彙も同一のグループに結合していることが確認された。これは、単なる不採算事業の整理にとどまらず、コア事業への「選択と集中」による事業拡大もまた、構造改革の一環として文脈形成されていることを示している。

#### 2、「成長投資」クラスター（図表 18 の黄色群）

一方、別のグループとして「投資-設備」「DX-推進」といった語彙が強固な結合を見せた。これらは、スローガンとしての成長ではなく、競争力を高めるための「設備投資」や「デジタル化（DX）」といった具体的な実装手段を示す文脈である。

## II.使用語句の集計

定義した概念と、集計した使用語句一覧をもとに、以下の2つの語群を設定し、各企業の【対処すべき課題】欄にこれらの語句がいくつ用いられているかを集計した。

### 語群①：構造改革語群

データ上で確認された結合に基づき、資本コストを意識した「不採算事業の撤退」と、コア事業への「事業拡大」の両面を測定する。すなわち、経営資源を最適配分しようとする「事業ポートフォリオマネジメント」への意志を評価する。

→構成語：資本効率、資本コスト、ROIC、ROE、構造、構造改革、事業ポートフォリオ、集中と選択、選択と集中、注力、不採算、収益性、コスト削減、合理化、最適、見直し、撤退、縮小、譲渡、カーブアウト、再編

### 語群②：成長投資語群

データ上で確認された「投資・設備・DX」等の結合に基づき、成長を実現するための具体的な「手段」や「インフラ」への言及を測定する。精神論ではなく、ハード（設備）やソフト（システム）への投下を明言しているかを評価する。

→構成語：投資、設備、システム、導入、M&A、買収、提携、シナジー、海外、グローバル、DX、AI、デジタル、IT、人的資本、人材、イノベーション、技術革新、研究開発、R&D、付加価値

## 3. 評価基準（変革期待値スコア）

各企業の「変革期待値スコア（eスコア）」を以下の数式で算出した。

### 変革期待値スコア(eスコア)

$$\text{変革期待値スコア(eスコア)} = (\text{構造改革語群の単位数} \times 2) + (\text{成長投資語群} \times 1)$$

#### 【数式の設定理由】

本論文のテーマである「変革余地」において、現状の事業構成を見直し、コア事業へ資源を集中（拡大）させ、ノンコアを切り捨てる「構造改革」への言及は、単なる設備投資やDXの計画を示すよりも経営的なハードルが高く、痛みを伴う意思決定が必要となる。そのため、アクティビスト・PE視点での評価直結度が高いと判断し、構造改革語群の重みを2倍とした。語群の出現回数は文書の長さに影響され得るため、各社の【対処すべき課題】欄の総語数で正規化し、1,000語あたりの出現頻度として算出した。なお、重み付けについては重みを変更した場合でも上位候補が大きくは変動しなかった。

### ■第3スクリーニングのまとめ

本スクリーニングの結果、財務上のポテンシャルに加え、経営陣が将来の持続的な価値創造に向けて「抜本的な構造改革」と「長期的な成長投資」の双方を高い解像度で実装している**最終候補20社**を選定した。

選定された企業群は、単なる目先の収益改善にとどまらず、将来を見据えた「経営の合理性」を強く志向している点に特徴がある。これらは、アクティビストやPEファンド等の外部介入がトリガーとなり、一時的な株価上昇ではなく、**中長期にわたる強固な成長軌道**が実現する蓋然性が極めて高い企業群である。

## 第3章 ポートフォリオ

### 3-1 ポートフォリオ配分の決定

#### 1.概要

本論文では、第三スクリーニングで独自に算出した「変革期待値（e スコア）」と各企業の時価総額の桁数を評価のベースとし、最終的な投資配分比率を決定した。この手法により、最低限の企業規模感を担保しつつ、変革期待値の高い企業に対してより多くの資金を配分することが可能となる。

#### 2.定義と数式

ポートフォリオに組み入れる**全 20 社**のうち、任意の銘柄*i*における投資配分比率 $w_i$ と配分基準スコア $S_i$ を用いて以下の通り定義する。ここで、配分基準スコア $S_i$ は時価総額に対して常用対数をとって桁数として換算したものと変革期待値をベースにしたものである。

投資配分比率 $w_i$
$w_i = \frac{S_i}{\sum_{j=1}^{20} S_j}$ $s. t. \sum_{i=1}^{20} w_i = 1$
配分基準スコア $S_i$
$S_i = e_i \times \log_{10}(M_i)$ <p>(注)<math>e_i</math>は銘柄<i>i</i>の変革期待値(e スコア)であり<math>M_i</math>は銘柄<i>i</i>の時価総額である。</p>

図表 19 ポートフォリオ配分の投資配分比率の決定

その結果、最終的なポートフォリオは配分基準スコアに基づき、以下の通りとなった。なお、色分けは第 1 スクリーニングの過小評価の原因別である。

(青:非成長企業、黄:不採算事業を抱える企業、赤:コングロマリット・ディスカウント企業、紫:親子上場関係にある子会社企業)

コード	会社名	変革期待値スコア(e)	配分割合(wi)	投資金額
T4902	コニカミルタ	31	12.0	¥600,970
T6752	パナソニック ホールディングス	21	9.0	¥451,214
T3401	帝人	21	8.2	¥407,504
T4220	リケンテクノス	18	6.6	¥328,811
T8253	クレディセゾン	16	6.4	¥321,400
T6250	やまびこ	15	5.6	¥281,055
T5991	ニッパツ	14	5.5	¥275,370
T5121	藤倉コンポジット	14	5.0	¥250,204
T5706	三井金属	12	4.7	¥232,508
T6104	芝浦機械	11	4.1	¥204,764
T6272	レオン自動機	11	3.9	¥197,350
T4974	タカラバイオ	10	3.7	¥186,989
T7911	TOPPANホールディングス	9	3.7	¥185,313
T4367	広栄化学	10	3.4	¥171,293
T3131	シンデン・ハイテックス	10	3.3	¥164,411
T4664	アール・エス・シー	10	3.1	¥157,200
T1384	ホクリヨウ	9	3.1	¥154,095
T3280	エストラスト	9	3.0	¥148,686
T6378	木村化工機	8	3.0	¥149,609
T5699	イボキン	8	2.6	¥131,255

図表 20 最終的なポートフォリオ(20 社)

### 3-2 投資先企業の紹介

以下では、本論文で選定した **20 社** について、各企業の概要と抱える課題を紹介し、そのうえで Hybrid Activist-PE の視点から **事業再編のための再建策を提案する**。

(青：非成長企業、黄：不採算事業を抱える企業、赤：コングロマリット・ディスカウント企業、紫：親子上場関係にある子会社企業)

コード	企業名	変革期待スコア	配分割合(%)	業種	課題
T5121	藤倉コンポジット	14	5	ゴム製品	非成長
<b>企業紹介</b>	産業用ゴム部品を基盤に、ゴルフ用カーボンシャフトやアウトドア用品も展開するゴム・化学資材メーカーである。しかし、原材料費や人件費の高騰による影響や、新たな収益源となる技術革新への取り組みが投資フェーズにあるため、直近の数字としての成長力が鈍化していると考えらる。				
<b>提案内容</b>	価格競争が激しく利益確保が難しい汎用的な製品群については、自社製造にこだわらず生産の外部委託（OEM活用）等を含めた効率的な体制への移行を検討する。そうして創出された経営資源を、独自の技術力が活かせる「スペシャリティ領域（特殊用途ゴムやハイエンドシャフト）」へ重点的に再配分することで、持続的に高い収益を生み出す強靱な事業体質を構築する。				
コード	企業名	変革期待スコア	配分割合(%)	業種	課題
T4644	アール・エス・シー	10	3.1	サービス業	非成長
<b>企業紹介</b>	サンシャインシティ等の施設警備や清掃、人材派遣を展開し、AI・ロボット活用の提案や待遇改善による人材確保を進める総合管理会社である。しかし、事業成長の根幹である「人的資源」の不足が深刻な供給制約となっており、既存リソースでの対応限界が売上の低成長に直結していると考えられる。				
<b>提案内容</b>	有価証券報告書に「M&Aの強化」とあるが、これをさらに明確に定義し、実行する。具体的には、PEファンドの資金力をテコに、後継者不足の中小警備会社を次々と買収・統合することで、成長の足かせとなっている人材不足を一気に解消し、受注能力を飛躍的に拡大させる。				

コード	企業名	変革期待スコア	配分割合(%)	業種	課題
T1384	ホクリヨウ	9	3.1	水産・農林業	非成長
<b>企業紹介</b>	北海道シェアNo.1を誇る養鶏企業であり、アニマルウェルフェア（ケージフリー卵）への対応や防疫体制の強化を進めている。しかし、主戦場である北海道の人口減少スピードが全国平均の倍以上であり、市場そのものが急速に縮小していることに加え、防疫や人材確保といった「守りのコスト」が増加しているため、売上成長が構造的に困難な状況にある。				
<b>提案内容</b>	経営戦略にあげられているM&Aの目的を「北海道・東北エリアでのシェア独占」に絞る。後継者不足や飼料高騰で苦しみ同業他社をPEファンドの手法を用いてロールアップ（連続買収）し、地域内での市場シェアを圧倒的なものにする。競争を減らすことで価格決定権（を持ち、人口が減っても単価アップで利益成長できる強固な地盤を築く。				
コード	企業名	変革期待スコア	配分割合(%)	業種	課題
T5699	イボキン	8	2.6	鉄鋼	非成長
<b>企業紹介</b>	兵庫県を拠点に、解体工事から産業廃棄物処理、金属スクラップの加工・リサイクルまでを一貫して手がける企業である。主力事業は労働集約かつ地域制約の強い解体・リサイクルに依存しており、解体事業は有資格者数が成長の上限となる。加えて、金属・環境事業は市況連動性とオペレーション依存度が高く、構造的に高い成長率を見込みにくい。				
<b>提案内容</b>	価格競争が激しく付加価値を確保しにくい定型的な解体・処理業務については、すべてを自社で抱え込むのではなく、既存の提携先ネットワークの活用や外部委託を含めた効率的な運営体制への移行を検討する。その結果として創出される経営資源を、大型・高難度解体案件や処理難易度の高い廃棄物対応など、同社の施工管理能力や法令対応力が優位性を発揮できる領域へ重点的に再配分することで、収益性と成長性を両立した持続可能な事業体質の構築を目指す。				
コード	企業名	変革期待スコア	配分割合(%)	業種	課題
T4220	リケンテクノス	18	6.6	化学	不採算事業
<b>企業紹介</b>	自動車部品向けコンパウンドやフィルムなどを製造販売する化学メーカー。主力は高収益な化成品事業だが、BC（建築・生活材）事業およびEL（エレクトロニクス・電線）事業の利益率が相対的に低い。				
<b>提案内容</b>	利益率の低いBC・EL事業は、製造コストを徹底的に見直し、安定した収益を出すための構造への転換が急務。高収益なコア事業に経営資源の配分を集中するとともに、海外を含めた販販活動に取り組むべき。				
コード	企業名	変革期待スコア	配分割合(%)	業種	課題
T6250	やまびこ	15	5.6	機械	不採算事業
<b>企業紹介</b>	プロ用チェーンソーなどの小型屋外作業機械が主力であり、その高い利益率が収益の柱である。相対的に利益率が低いセグメントとしては農業用管理機械事業であり、農業用管理機械の一例としては、効率的な薬剤散布を実現する機械などが挙げられる。				
<b>提案内容</b>	利益率の低い農業用管理機械事業は、採算の取れない製品の製造を縮小すべき。リソースを主力である小型屋外作業機械事業の新製品開発と市場拡大および高い技術力をもつ自社エンジン開発に振り向ける。				
コード	企業名	変革期待スコア	配分割合(%)	業種	課題
T5991	日本発條	14	5.5	金属製品	不採算事業
<b>企業紹介</b>	自動車用ばねの世界的大手メーカー。主力は高収益なシート事業である。収益性を圧迫する不採算事業は、自動車向け部品の中核である懸架ばね事業および精密部品事業の利益率が相対的に低い。				
<b>提案内容</b>	懸架ばね・精密部品事業は、一部を切り出し、独立した子会社とすることを検討。外部の技術や資本を取り入れ、現在の事業構造から変革を促す手段が有効。電動化という自動車業界全体の流れに対して製品自体の軽量化、高耐久化、省スペース化という工夫も必要。				
コード	企業名	変革期待スコア	配分割合(%)	業種	課題
T5706	三井金属	12	4.7	非鉄金属	不採算事業
<b>企業紹介</b>	非鉄金属の製錬や、自動車・電子部品向け機能材料を扱う総合非鉄金属企業。主力事業は高い利益率を誇る金属事業。一方で、自動車関連材料のモビリティ事業の利益率が7%と相対的に低く、収益の改善余地がある。				
<b>提案内容</b>	モビリティ事業の分社化と外部資本導入。利益率の低いモビリティ事業を分社化し、PEファンド等との共同投資によるカーブアウトを実行。非公開化により、意思決定を迅速化する。同時に、主力産業である機能材料分野と非鉄金属分野に集中化する。				

コード	企業名	変革期待スコア	配分割合(%)	業種	課題
T6104	芝浦機械	11	4.1	機械	不採算事業
<b>企業紹介</b>	射出成形機、工作機械、ダイカストマシンなどを手掛ける総合機械メーカー。高収益な成形機事業が主力である。それに比べて制御機械事業と工作機械事業の利益率が相対的に低い。				
<b>提案内容</b>	工作機械および制御機械事業について、同業他社へのカープアウトや資本提携を戦略的選択肢として検討。景気変動の影響を受けやすい低収益資産をバランスシートから切り離し、会社全体の利益率水準を物理的に引き上げる。				
コード	企業名	変革期待スコア	配分割合(%)	業種	課題
T6272	レオン自動機	11	3.9	機械	不採算事業
<b>企業紹介</b>	あんぱんなどの包あん・成形技術を核とした食品加工機械の世界的なメーカー。国内の機械販売は収益性が高い一方で、北米、南米、ヨーロッパ地域における食品加工機械製造販売事業の利益率がいまだに低い。				
<b>提案内容</b>	海外販路開拓・拡大に向けたグローバル活動体制整備が急務。展示会への出展による代理店強化や新たな販売ルートの開拓による市場奪還を行うべき。また、スマートファクトリー実現のための技術革新による市場拡大は今後、利益率の向上に対して新たな糸口となる。				
コード	企業名	変革期待スコア	配分割合(%)	業種	課題
T3131	シンデン・ハイテックス	10	3.3	卸売業	不採算事業
<b>企業紹介</b>	半導体や液晶・高機能デバイスを扱うエレクトロニクス商社。DX・GX市場に向けた高付加価値商材の拡販を行う。利益率の低い「汎用品（コモディティ）」について商権拡大を掲げており、薄利多売モデルの温存が在庫リスクを高めている。				
<b>提案内容</b>	汎用品ビジネスに対し、在庫保有コストを加味した厳格な最低投資収益率を設定する。PEファンド的な規律に基づき、低収益取引や、長期在庫化しやすい汎用部材の取り扱い、売上規模の縮小を許容してでも縮小・撤退し、キャッシュフロー効率の改善を優先する。				
コード	企業名	変革期待スコア	配分割合(%)	業種	課題
T6378	木村化工機	8	3	機械	不採算事業
<b>企業紹介</b>	化学プラントや原子力機器に強みを持つ独立系メーカー。独自の溶接技術を背景に、主力の「エネルギー・環境」「化工機」事業は利益率12～15%超と高収益である。一方、売上の約3割を占める「エンジニアリング」事業は利益率5%台にとどまり、全社の収益性を下押ししている。				
<b>提案内容</b>	低収益なエンジニアリング事業に対し、事業ポートフォリオの再構築を提案する。具体的には、会社側が掲げる「EMPC（製造付きエンジニアリング）」モデルについて、汎用的な建設請負案件を縮小し、自社の独自機器（SAF装置等）導入に付帯する高マージン案件のみに特化させる。これにより捻出した経営資源を、参入障壁が高く利益率15%超が見込める「原子力・廃炉分野」や「次世代エネルギー分野」へ集中的に再配置することで、全社的な資本効率の向上を図る。				
コード	企業名	変革期待スコア	配分割合(%)	業種	課題
T4902	コニカミノルタ	31	12	電気機器	コングロマリットディスカウント
<b>企業紹介</b>	複合機や医療用画像診断システムを主力とし、画像IoT技術によるデータビジネスへの転換を進める電気機器メーカーである。しかし、巨額買収した遺伝子診断事業が本業のハードウェア事業とシナジーを生まず、財務を毀損している点が市場評価を押し下げていると考えられる。				
<b>提案内容</b>	財務負担となっている遺伝子診断事業については、戦略的パートナーへの資本移動を含めた抜本的な見直しを行い、経営資源を再配分する。一方、主力のオフィス事業は、短期的な市場評価にとらわれずに構造改革を完遂するため、プライベート・エクイティ（PE）等の外部資本を活用し、中長期視点での収益性改善に取り組むことが望ましいと考える。				

コード	企業名	変革期待スコア	配分割合(%)	業種	課題
T6752	パナソニックHD	21	9	電気機器	コングロマリットディスカウント
<b>企業紹介</b>	家電から車載用電池、住宅設備、BtoBソリューションまで多角的に展開する、日本屈指の総合電機メーカーである。一方で、高成長な電池やソフトウェア事業の価値が成熟した白物家電事業に相殺され、全体として投資家の評価が伸び悩む構造的課題を抱えていると考えられる。				
<b>提案内容</b>	市場評価が高い「車載電池」や「サプライチェーン事業」については、スピンオフ上場等を検討し、独自の資金調達と迅速な意思決定を可能にする。家電事業については、ブランド力を維持しつつ、PEファンド等の知見を借りて製品群を絞り込み、高付加価値製品に特化した収益性の高い事業体へと進化させる。				
コード	企業名	変革期待スコア	配分割合(%)	業種	課題
T3401	帝人	21	8.2	繊維製品	コングロマリットディスカウント
<b>企業紹介</b>	炭素繊維などの高機能素材を扱うマテリアル事業と、医薬品・在宅医療を扱うヘルスケア事業を二本柱とする複合企業である。しかし、ビジネスモデルも投資サイクルも全く異なる事業を抱えるため成長ストーリーが一貫せず、市場評価が分散する要因となっていると考えられる。				
<b>提案内容</b>	「マテリアル」と「ヘルスケア」という異なる事業特性を持つ部門を切り離し、それぞれに最適な資本環境を用意する。ヘルスケア事業は他社との提携や譲渡により研究開発力を強化できる環境へ移し、得られた資金をマテリアル事業の環境対応投資に集中させることで、素材メーカーとしての競争優位を確立する。				
コード	企業名	変革期待スコア	配分割合(%)	業種	課題
T8253	クレディセゾン	16	6.4	その他金融	コングロマリットディスカウント
<b>企業紹介</b>	「セゾンカード」等の決済事業に加え、不動産事業等を収益の柱とする複合金融企業である。しかし、多角化として進めるグローバル事業やエンタメ事業の利益率が低く、これらが全体の資本効率を引き下げている点が、市場からの評価を抑制する要因となっていると考えられる。				
<b>提案内容</b>	成長投資と位置付けられているグローバル・エンタメ事業に対し、明確な期限（例えば3年以内）と資本コストを上回る目標ROICを設定する。PEファンド的な管理手法を導入し、期限内に目標利益率を達成できない事業については、埋没費用にとらわれず、撤退、売却、または外部資本の導入による連結除外を断行する仕組みを構築する。				
コード	企業名	変革期待スコア	配分割合(%)	業種	課題
T7911	TOPPAN HD	9	3.7	その他製品	コングロマリットディスカウント
<b>企業紹介</b>	印刷技術を応用して半導体部材やパッケージ、デジタルソリューションなど多岐にわたる事業を展開する印刷業界の国内大手である。世界シェアを持つ高収益なエレクトロニクス事業が薄利な旧来型印刷事業の中に埋没しており、本来の企業価値が株価に反映されていない。				
<b>提案内容</b>	世界的な競争力を持つエレクトロニクス事業を分社化・上場させることで、市場から適正企業価値評価を受けられるようにする。印刷部門においては、PEファンド等の支援を得ながらデジタル領域への移行を加速させ、労働集約型から高付加価値なサービス提供型モデルへの転換を着実に進める。				
コード	企業名	変革期待スコア	配分割合(%)	業種	課題
T4974	タカラバイオ	10	3.7	化学	親子上場
<b>企業紹介</b>	研究用試薬、受託サービス、遺伝子治療分野を手掛けるバイオテクノロジー企業。親会社は酒類・食品事業を核とする持株会社の宝ホールディングス株式会社である。				
<b>提案内容</b>	親会社（宝HD）による完全子会社化の要求。親子上場による資本コストやガバナンスの問題解消のため、宝HDに対しTOB（公開買付け）による完全子会社化を要求する。非公開化を通じて大規模な成長投資と意思決定の迅速化を促す。				

コード	企業名	変革期待スコア	配分割合(%)	業種	課題
T4367	広栄化学	10	3.4	化学	親子上場
企業紹介	多価アルコールやピリジン塩基類など、産業用化学製品を製造販売する化学会社。親会社は総合化学大手の住友化学株式会社である。				
提案内容	親会社（住友化学）による完全子会社化。住友化学グループ内での資源配分非効率を解消するため、住友化学にTOBによる非公開化を要求する。これにより、住友化学のバリューチェーンへ完全に統合し、サプライチェーンの最適化とシナジーを最大化させる。				
コード	企業名	変革期待スコア	配分割合(%)	業種	課題
T3280	エストラスト	9	3	不動産業	親子上場
企業紹介	山口県および九州主要都市を中心に、「オーヴィジョン」ブランドのマンション分譲事業を展開する不動産デベロッパー。親会社は西部ガスホールディングス株式会社であり、そのガス供給エリアを地盤とする不動産事業の中核を担う。				
提案内容	親会社への株式売却、またはMBOによる独立。親会社の西部ガスHDに対し、不動産事業の非コア性を訴え、株式の売却を要求するか、もしくは経営陣とPEファンドが組むMBOによる非公開化を支援し、機動的な事業展開を促す。				

### 3-3 ポートフォリオ分析

#### 1. 分析手法

本分析では、構築したポートフォリオの事後的なリスク・リターン特性を把握するため、回帰分析を行った。

分析期間は2020年4月から2025年4月までの月次データとし、各銘柄は購入後に継続保有(買い持ち)するものと仮定する。ベンチマークにはTOPIX連動ETF(1306)を用いた。価格データには配当・分割等を反映した調整後価格を用いた。ポートフォリオの月次リターンは、期初の保有比率に基づく加重平均として算出し、期末時点で保有比率を更新した。本研究の目的は、因子収益(恒常的な $\alpha$ )の最大化ではなく、企業変革(事業売却・資本政策・ガバナンス改革等)の実行可能性を捉える点にある。単一ベンチマーク回帰の $\alpha$ は推定誤差も大きくなり得るため、補助指標として位置づけ、主に(i)リスク水準(ii)下方リスク(iii)変革余地の定性・定量整合性で評価する。また、取引コスト、税金、流動性制約等は考慮していない。

#### 回帰分析

$$r_{p,t} = \alpha + \beta \times r_{b,t} + \varepsilon_t$$

$r_{p,t}$ : t期におけるポートフォリオの月次リターン

$r_{b,t}$ : ベンチマーク (TOPIX 連動 ETF (1306)) の月次リターン

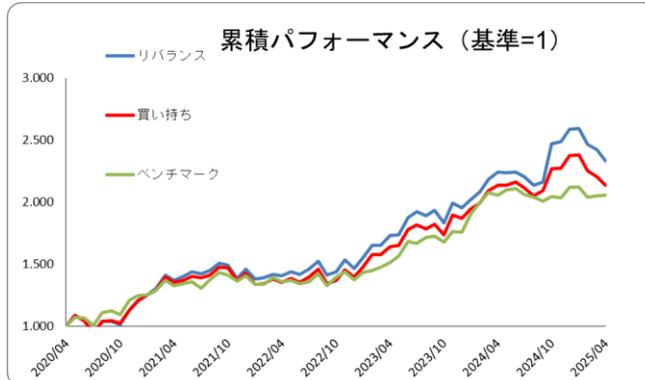
$\alpha$ : 市場要因の考慮後に残る超過リターン

$\beta$ : 市場感応度

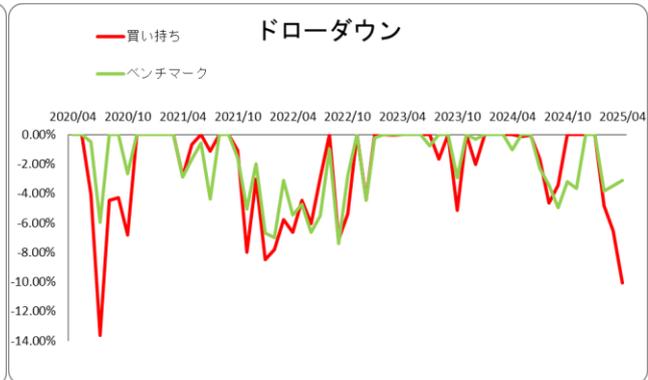
(注)無リスク金利は全期間を通じて0と仮定している。

## 2.分析結果

図表 21 は、分析期間におけるポートフォリオとベンチマークの累積リターン推移を示す。ポートフォリオは、2020～2021 年の上昇局面においてベンチマークを上回る推移を示した。一方、2022 年の市場調整局面では下方変動が相対的に大きく、ドロウダウンの深さもベンチマークより大きい局面が観察された。



図表 21 ポートフォリオとベンチマークの累積リターン推移



図表 22 ドロウダウン推移

表 23 に主要なパフォーマンス指標を示す。ポートフォリオの年平均成長率（CAGR：Compound Annual Growth Rate）は 16.36%であり、ベンチマークを上回っている。一方、シャープレシオは 1.05 となり、ベンチマークの 1.18 を下回った。回帰分析の結果、 $\beta$  は 1.02 と概ね 1 に近い値を示した。また、年率換算  $\alpha$  は 0.81%と小さい値にとどまった。

タイプ	累積リターン	CAGR	年率ボラ	シャープレシオ ( $r_f=0$ )	最大ドロウダウン	ベータ (対topix)	アルファ年率 (対topix)
ポートフォリオ	113.4%	16.4%	15.7%	1.047	-13.0%	1.02	0.81%
TOPIX ETF	105.5%	15.5%	13.0%	1.179	-7.41%	×	×

図表 23 主要なパフォーマンス指標

## 3.寄与分析

期末価値の増加額に基づく寄与分析を行ったところ、寄与上位 3 銘柄（藤倉コンポジット、クレディセゾン、やまびこ）の合計シェアは 38.2%に達しており、特定銘柄の価格変動が全体のパフォーマンスに大きな影響を与えている。

## 4.結論

以上の結果から、本ポートフォリオは分析期間においてベンチマークを上回る累積リターンを示した一方で、価格変動性が高く、下方リスクも大きいことが確認された。シャープレシオおよび  $\alpha$  の結果で観察された超過リターンは、同程度のリスクを取る投資と比べて優れていたとまでは言い切れず、高いリスク水準に伴うリターンの可能性がある。したがって、アクティビスト投資家および PE ファンドの両視点から、資本配分・事業再編・ガバナンス再設計を通じた価値顕在化を図ることで、リスク特性の改善とリスク調整後リターンの向上が期待される。

## 第4章 アンケート・インタビュー

これまで、私たちは先行研究や学術的知見を基にスクリーニングを行い日本経済が再興するためにテコ入れすべき日本企業を抽出した。これまでは、データや外部に公開されているIR情報などを基に判断を行ってきた。しかし、真に日本経済を再興させるためには投資家と企業の対話が一番大切である。そこで、私たちは実際抽出された企業に対して投資家と同じ目線でインタビューを行うことでスクリーニングだけでは解消しきれなかった疑問点などを解消することとした。

※本章で扱うアンケートについて、協力企業の要請により企業名および回答者個人名を一部伏せて掲載している。なお、本文中では当該企業を「対象企業」として表記する。

### インタビュー参加企業

#### 株式会社レオン自動機様

日次	12月23日
ご担当者様	福田様、安藤様
参加者	岩田、齋藤、藤井、吉谷



**①相対的に収益率の低い事業の切り離し（売却・撤退）を含めた、事業ポートフォリオの抜本的な再編について、具体的な方針をお聞かせください。**

相対的に利益率が低いとみられる事業を切り離す、あるいは整理することを前提とした事業ポートフォリオの抜本的な見直しについては現時点では想定していない。現在、レオン自動機における事業は大きく、食品加工機械製造販売事業と食品製造販売事業の2つに区分されているが、これらは相互に影響しあって展開しており、それぞれの営業利益率はおよそ15%、11%、連結利益率は13%と、いずれも業界水準と比較して低い水準ではないと認識している。同時に、機械事業においては研究開発投資を継続的に進めており、短期的な収益性のみならず、長期的な顧客価値向上を重視した事業運営を行っている。加えて、今後も人口減少が進行する日本国内において売上を維持するための取り組みを進めるとともに、現在売上高の大部分をしめる海外市場においても、引き続き注力していく方針である。

**②資本市場からの評価を得るために取り組んでいる施策や、長期的な経営方針についてお聞かせください。**

足元において株価やPBRが市場全体の上昇に比べて伸び悩んでおり、十分に評価されていない可能性があるとの認識をしている。その一方で、資本市場からの評価を高めることを目的とした短期的な施策には慎重な姿勢を取る。弊社は食品に関わる事業を営む企業として、安心・安全な価値を安定的に提供し続けることが重要であり、経営の不安定化は社会的にも望ましくないと考える。そのため、成長投資を着実に実行していきながら、同時に株主に対して安定的に配当を継続することが長期的な企業価値向上につながるの考えを持っている。配当性向の引き上げや米国におけるパン工場の投資など、実際に具体的な施策を打っており、長期的な企業としての成長に向けてすでに動いている。今後は、これらの投資計画と操業後のキャッシュフロー、キャッシュアロケーションの在り方を整理した上で、改めて株主に対して説明していく。

### アンケート回答企業

#### 藤倉コンポジット株式会社様

**貴社は、安定した利益を計上している一方売上高成長率はあまり高くないとの見方もとれます。中長期的な成長戦略へのお考えをお聞かせください。**

短期的には売上高成長率が低い印象になっているが、現段階は売上よりも、収益に注目し、収益改善に向けて注力している。具体的には、リチウムイオンバッテリー市場やモーター市場への強化、ゴルフシャフト市場におけるシェアの拡大などである。実際に、スポーツ用品セグメントでは自社ブランドのアフターマーケット市場で高い利益率を確保している。収益改善に向けての取り組みは、PBR1倍超を達成するためにも継続して取り組んでいく。中長期的な成長戦略としては、2023-2025年の成長期に比して、2026-2028年を加速期と名付け、現在11.6%である営業利益率を2028年3月期には14.6%を達成することを目標としている。そのために、人的資本への投資やR&Dの強化、他社との協働を含めた新規開発製品の強化を進めていく。

## 対象企業 様

①貴社は多角的な事業構成ゆえに市場評価が低くなりやすいとの指摘もありますが、事業ポートフォリオについての考えを、お聞かせください。

株主・投資家からは、事業の多角化によってシナジーが分かりにくいとの指摘を受けることもあったが、各事業はこれまで着実に成長を遂げてきた。一方で、特にコロナ禍以降にM&Aや新規事業開発を通じて拡大してきた一部事業において収益性が悪化したことを重く受け止め、2023年度以降は収益性改善を最優先課題として取り組んできた。その中で、中期経営計画2024-2025においては、不採算事業および非注力事業を厳しく見極め、事業ポートフォリオ変革を推進した。具体的には、ある海外事業や主力事業ではない部門の事業の譲渡を実行し、今後注力すべき事業への経営資源の集中を完了している。現在は、選択と集中を進めた事業を対象に、より具体的な成長戦略の立案と一部施策の実行段階に入っている。今後発表予定の新中期経営計画においては、足元の事業環境を踏まえつつ、将来の収益の柱と位置付ける事業について、成長戦略と確実な実行計画をより明確に示し、情報開示の充実を通じて株主・投資家の理解と評価の向上を図る方針である。

②直近の報道によれば、アクティビストであるA社による当社株式の買い増しが判明しておりますが、保有比率が上昇している現状を鑑み、現在はどのような認識、あるいは評価をお持ちでしょうか。

どのような株主であれ、保有比率の高まりについては注視している。たとえ「アクティビスト」と呼ばれる投資家であっても、建設的な対話を通じて経営に対する重要な示唆をいただくこともあり、場合によっては経営の参考にすることもある。現状、当社の株価やPBRは低位が続いており、経営陣としても忸怩（じくじ）たる思いであるが、今回の買い増しは、当社の株式を割安と考える投資家が動いている状況と認識している。経営陣は、企業価値向上を喫緊の課題と捉えている。直近で顕在化した課題に対し、さらなる収益力向上や抜本的なコスト構造改革が必要であると考えており、2026年度に公表予定の次期中期経営計画にて、具体的な成長戦略をお示しし、投資家からの期待と信頼を得たいと考えている。

## 第5章 日経ストックリーグを通じて学んだこと

日経ストックリーグに取り組む中で、私たちは多くの困難を経験しながら、たくさんの学びを得た。テーマ設定からスクリーニング設計に至るまで、何度も立ち止まり、方向性に悩んだ。メンバー同士で夜遅くまで集まり、日本企業の企業価値向上を考えるうえで、何を軸に、どの視点から企業を見るべきなのか、その答えを見つけるまでに多くの議論を重ねた。その中で私たちが着目したのが、アクティビストとPEファンドという二つの主体を掛け合わせた、ハイブリッドな立場である。資本市場から過小評価されている企業の要因を整理し、それをスクリーニング基準として具体化していく過程は、想像以上に難しいものであった。両者は企業価値向上という目的を共有している一方で、立場や用いる手段、時間軸は大きく異なる。そのため、単に指標を並べるのではなく、まずは自分たち自身がそれぞれの考え方を理解する必要があると感じ、関連書籍を読んだり議論を重ねたりしながら学習にも多くの時間を費やした。

こうした過程を経て、私たちは財務分析を軸にしつつ、非財務的な要素も加えたファンドを作成した。完成したときには、自分たちなりに納得のいくファンドができたと感じていた。しかし、その考えを大きく揺さぶられたのが、実際に企業へのインタビューを行った経験である。レオン自動機株式会社、株式会社やまびこの皆様からお話を伺う中で、私たちの分析には、今後の事業展開や成長軸といった視点が十分に織り込めていなかったことに気づかされた。過去の財務データをもとにした評価は、企業を理解するための重要な手がかりではあるものの、それだけでは不十分である。利益率や収益性といった数値の背後には、経営方針や将来に向けた意思決定、顧客への価値提供の考え方が存在しており、それらは実際に話を聞いた中で改めて実感するものであった。分析を進める中では、数値にとらわれすぎてしまうあまり、企業の基本的

な考えを軽視してしまっていたことに気がついた。インタビューを通じて、企業を「評価する」と「理解する」ことの違いを、私たちは実感した。日経ストックリーグを通して得たこの学びは、単に分析手法の幅が広がったということにとどまらない。数字を起点としながらも、それにとらわれすぎず、対話を通じて企業の本質を捉えようとする姿勢の大切さを学んだ経験であったと感じている。今後、社会人として様々な企業や人と関わっていく中でも、この経験を生かし、多面的な視点で物事を考えていきたい。

最後に、未熟な私たちを、最後まで丁寧に指導して下さった岩壺先生に深く感謝申し上げます。また、お忙しい中、快くインタビューをお引き受けいただいたレオン自動機株式会社、ティーキャピタルパートナーズの佐々木様、アンケートにご回答くださった藤倉コンポジット株式会社の皆様に感謝の言葉を申し上げるとともに、日本経済新聞社、野村ホールディングスをはじめ、日経ストックリーグの運営に携わるすべての方に御礼申し上げます。

## 参考文献

- Buchanan, J., Chai, D. H., & Deakin, S. (2014). "Agency Theory in Practice: Qualitative Study of Hedge Fund Activism in Japan." *ECGI Law Working Paper No. 237/2014 (SSRN/ECGI)*, pp.4–6.
- Gillan, S. L., & Starks, L. T. (2000). "Corporate governance proposals and shareholder activism: The role of institutional investors." *Journal of Financial Economics*, 57(2), pp.275–305.
- Gillan, S. L., & Starks, L. T. (2003). "Corporate Governance, Corporate Ownership, and the Role of Institutional Investors: A Global Perspective." *Journal of Applied Finance*, 13(2), pp.5–6.
- Jensen, M. C. (1986). "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers." *American Economic Review*, 76(2), pp.323–329.
- Kaplan, S. N., & Strömberg, P. (2009). "Leveraged Buyouts and Private Equity." *Journal of Economic Perspectives*, 23(1), pp.129–131, 143.
- Lang, L. H. P., & Stulz, R. M. (1994). "Tobin's q, corporate diversification, and firm performance." *Journal of Political Economy*, 102(6), pp.1248–1280.
- Morikawa, M. (2013). "Business Restructuring of Japanese Firms: Structural changes during the 'Lost Decades'." *RIETI Discussion Paper Series 13-E-083*, pp.2–5.
- Rajan, R. G., Servaes, H., & Zingales, L. (2000). "The Cost of Diversity: The Diversification Discount and Inefficient Investment." *Journal of Finance*, 55(1), pp.35–80.
- Sakawa, H., & Watanabe, N. (2018). "Parent control and ownership monitoring in publicly listed subsidiaries in Japan." *Research in International Business and Finance*, 45, pp.7–14.
- Scharfstein, D. S., & Stein, J. C. (2000). "The Dark Side of Internal Capital Markets: Divisional Rent-Seeking and Inefficient Investment." *Journal of Finance*, 55(6), pp.2537–2564.
- Ushijima, T., & Schaede, U. (2014). "The market for corporate subsidiaries in Japan: An empirical study of trades among listed firms." *Journal of the Japanese and International Economies*, 31, p.47.
- Villalonga, B. (2001). *Diversification discount or premium? New evidence from BITS establishment-level data*. Center for Economic Studies Working Paper CES-WP-01-13, U.S. Census Bureau.
- 菊池正俊 (2024) 『アクティビストの正体：対話と変革を促す投資家の戦略』 中央経済社
- 経済産業省 (2019) 『公正な M&A の在り方に関する指針』.
- 経済産業省 (2022) 『イノベーション創出を目指した事業会社からの事業切出し手法及び大学発ベンチャーの実態等に関する調査』 (2022年2月) (令和3年度産業技術調査事業), p.4.
- 経済産業省 (2022) 『価値協創ガイド 2.0』 (2022年8月), pp.21–35.

- 太田洋 (2023) 『敵対的買収とアクティビスト』 岩波書店
- 東京証券取引所 (2023) 『資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応について』 (2023 年 3 月 31 日) , pp.1-7.
- 波光史成・山田裕亮・松下憲(2018)『成長と承継のための PE ファンド活用の教科書』 東洋経済新報社
- 樋口耕一・中村康則・周景龍 (2022) 『動かして学ぶ! はじめてのテキストマイニング』ナカニシヤ出版, p.13.
- 広田真一 (2018) 『コーポレート・ファイナンス入門』日本経済新聞出版
- 宮島 英昭 (2011) 『日本企業の企業統治: その再設計と競争力の回復に向けて』東洋経済新報社
- 柳 良平 (2023) 『CFO ポリシー: 財務・非財務による価値創造』中央経済グループパブリッシング
- Diamond Online (M&A Online 編集部) (2023) 「2022 年アクティビスト=“物言う株主”による重要提案行為の提出件数」ダイヤモンド・オンライン, 2023 年 2 月 9 日 (閲覧日: 2026 年 1 月 1 日)  
<https://diamond.jp/articles/-/317040>
- EY Japan (富永 能安) (2023) 「プライベートエクイティ・ファンドを活用した企業変革」EY Japan, 2023 年 1 月 10 日 (閲覧日: 2026 年 1 月 1 日)  
[https://www.ey.com/ja\\_jp/insights/strategy-transactions/info-sensor-2023-01-09-trend-watcher](https://www.ey.com/ja_jp/insights/strategy-transactions/info-sensor-2023-01-09-trend-watcher)
- Nikkei BP (日経 ESG) (2025) 「東証が喝、動き出した低 PBR 企業 サプライズで訴求、『1 倍超』へ」 (閲覧日: 2025 年 12 月 25 日)  
<https://project.nikkeibp.co.jp/ESG/atcl/column/00005/041700342/?P=2>